

华新水泥（600801）

收购豪瑞尼日利亚资产，海外水泥加速壮大 增持（维持）

2024年12月02日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书：S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书：S0600521120001

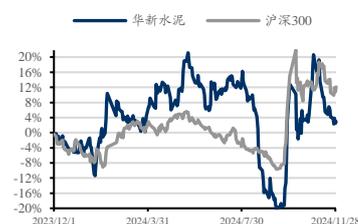
shify@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	30470	33757	34130	39689	42956
同比（%）	(6.14)	10.79	1.10	16.29	8.23
归母净利润（百万元）	2699	2762	1748	2345	2747
同比（%）	(49.68)	2.34	(36.72)	34.14	17.16
EPS-最新摊薄（元/股）	1.30	1.33	0.84	1.13	1.32
P/E（现价&最新摊薄）	10.00	9.77	15.44	11.51	9.82

投资要点

- **事件：**公司拟通过以 5.60 亿美元、2.78 亿美元现金收购两家标的公司股权的方式间接收购关联方豪瑞尼日利亚水泥标的资产 83.81% 的股权。
- **大手笔收购尼日利亚水泥资产完善非洲布局，海外水泥产能将大幅增加 47%。**（1）标的资产卖方持有本公司第一大股东 Holchin B.V.100% 股权，本次交易构成关联交易。最终标的公司为尼日利亚最早的水泥企业，在尼日利亚拥有 4 家大型水泥工厂及 6 家混凝土工厂，业务覆盖尼日利亚全国市场，其中水泥产能 1060 万吨/年，混凝土产能 40 万方/年。（2）此次交易一方面将进一步完善公司非洲市场布局，填补西非区域空白，尼日利亚为非洲第一人口大国和第一大经济体，经济、基建需求处于快速增长阶段，将成为公司西非的重要战略支点。（3）此次交易另一方面将一次性大幅扩充公司海外水泥产能，标的公司产能相当于公司 2024 年三季度末海外水泥产能的 47%，交易完成后公司海外水泥粉磨产能合计将超过 3300 万吨/年。
- **并购后技术和管 理优化的潜力可观，有望继续发挥降本、增产等并购增值效应。**（1）最终标的公司 2024 年 1-9 月营业收入、净利润分别为 2.90 亿美元、0.36 亿美元。按照 EBITDA 1.51 亿美元计算，交易对价约合 6.3 倍 EV/EBITDA 比率，约合 89 美元/吨产能企业价值，估值低于历史交易以及重置价值，反映定价合理。（2）尼日利亚水泥消费量增长空间大，水泥市场仅三家主要企业，市场集中度高，行业格局良好，为稳定的行业效益提供保障。标的公司拥有丰富的石灰石资源及较好的区位优势，随着公司并购后对其进行改造降本增效增产，有望进一步提升其盈利能力，实现并购增值。2024 年前三季度公司海外水泥平均吨净利达到 70 元人民币，显著优于国内市场，后续随着尼日利亚标的资产的交割和技改降本增效，有望贡献可观的利润增量。
- **盈利预测与投资评级：**海外率先布局、并购持续落地彰显公司领先的国际化布局、经营能力。随着国内水泥行业自律改善，景气有望筑底反弹，公司一体化及绿色低碳战略持续强化主业竞争力，海外持续拓展，持续贡献新增量。暂假设该交易 2025 年完成交割，我们预计 2024-2026 年归母净利润为 17.5/23.5/27.5 亿元（前值 17.4/21.3/23.6 亿元），对应市盈率 15/12/10 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**交易进一步取得相关部门批准时点的不确定性，市场竞争加剧、国内水泥需求超预期下行的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.98
一年最低/最高价	9.91/16.09
市净率(倍)	0.93
流通 A 股市值(百万元)	17,448.70
总市值(百万元)	26,985.36

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.91
资产负债率(% ,LF)	51.52
总股本(百万股)	2,079.00
流通 A 股(百万股)	1,344.28

相关研究

《华新水泥(600801): 2024 年三季报点评: 国内水泥景气拖累, 海外增量对冲》

2024-10-28

《华新水泥(600801): 2024 年中报点评: 骨料、海外水泥表现亮眼, 静待国内水泥改善》

2024-09-02

华新水泥三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	15,220	14,574	15,800	18,284	营业总收入	33,757	34,130	39,689	42,956
货币资金及交易性金融资产	5,851	4,088	3,929	5,585	营业成本(含金融类)	24,741	26,138	29,760	32,041
经营性应收款项	3,698	4,117	4,885	5,285	税金及附加	745	753	876	948
存货	3,463	4,153	4,647	5,004	销售费用	1,519	1,531	1,882	2,012
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,819	1,785	2,077	2,196
其他流动资产	2,207	2,215	2,339	2,411	研发费用	301	316	332	349
非流动资产	53,581	56,300	60,678	62,217	财务费用	699	922	1,072	1,074
长期股权投资	513	548	588	633	加:其他收益	175	210	231	254
固定资产及使用权资产	29,433	32,552	37,370	39,069	投资净收益	59	58	67	71
在建工程	3,615	2,707	2,354	2,277	公允价值变动	(36)	20	0	0
无形资产	15,958	16,431	16,304	16,177	减值损失	(206)	(103)	(120)	(129)
商誉	769	769	769	769	资产处置收益	427	50	0	0
长期待摊费用	957	957	957	957	营业利润	4,352	2,920	3,869	4,532
其他非流动资产	2,336	2,336	2,336	2,336	营业外净收支	(25)	(26)	(30)	(32)
资产总计	68,800	70,874	76,478	80,502	利润总额	4,326	2,895	3,839	4,500
流动负债	18,934	18,515	20,158	21,188	减:所得税	1,108	737	980	1,150
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,365	6,721	6,721	6,721	净利润	3,218	2,158	2,859	3,350
经营性应付款项	8,762	8,865	10,094	10,868	减:少数股东损益	456	410	515	603
合同负债	717	757	862	929	归属母公司净利润	2,762	1,748	2,345	2,747
其他流动负债	2,089	2,172	2,481	2,670	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.33	0.84	1.13	1.32
非流动负债	16,571	17,571	19,571	20,271	EBIT	4,644	3,606	4,762	5,411
长期借款	8,623	9,123	10,123	10,323	EBITDA	8,440	7,522	9,125	9,816
应付债券	3,964	4,464	5,464	5,964	毛利率(%)	26.71	23.42	25.02	25.41
租赁负债	1,349	1,349	1,349	1,349	归母净利率(%)	8.18	5.12	5.91	6.39
其他非流动负债	2,635	2,635	2,635	2,635	收入增长率(%)	10.79	1.10	16.29	8.23
负债合计	35,505	36,087	39,729	41,459	归母净利润增长率(%)	2.34	(36.72)	34.14	17.16
归属母公司股东权益	28,933	30,016	31,462	33,153					
少数股东权益	4,362	4,772	5,287	5,890					
所有者权益合计	33,295	34,788	36,749	39,043					
负债和股东权益	68,800	70,874	76,478	80,502					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6,236	5,287	7,670	8,166	每股净资产(元)	13.92	14.44	15.13	15.95
投资活动现金流	(6,454)	(6,553)	(8,703)	(5,906)	最新发行在外股份(百万股)	2,079	2,079	2,079	2,079
筹资活动现金流	(952)	(517)	874	(604)	ROIC(%)	6.71	4.84	6.07	6.51
现金净增加额	(1,246)	(1,783)	(159)	1,656	ROE-摊薄(%)	9.55	5.82	7.45	8.29
折旧和摊销	3,796	3,915	4,363	4,405	资产负债率(%)	51.61	50.92	51.95	51.50
资本开支	(4,629)	(6,576)	(8,730)	(5,932)	P/E (现价&最新股本摊薄)	9.77	15.44	11.51	9.82
营运资本变动	(1,240)	(960)	177	115	P/B (现价)	0.93	0.90	0.86	0.81

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>